

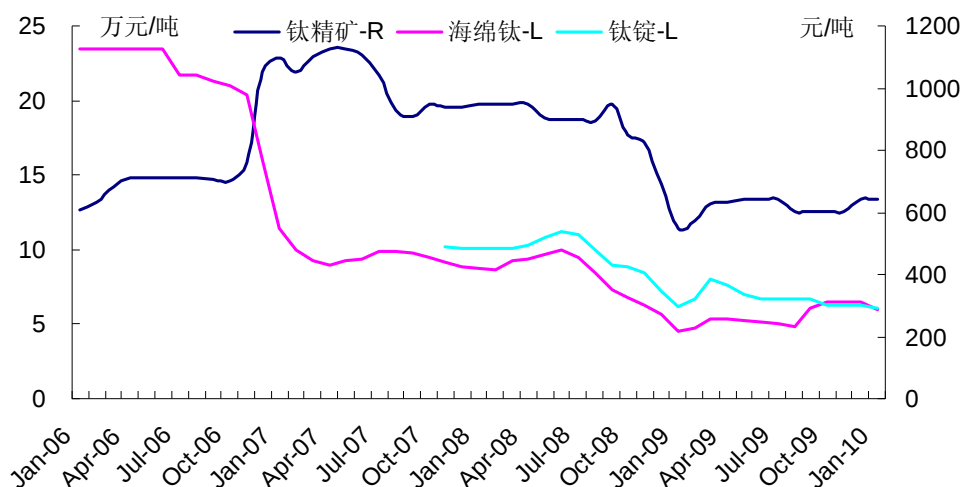
谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

产品结构及价格下降致利润大幅降低

2009 年公司实现钛产品销量 14621.28 吨，其中钛材 7395.90 吨，营业收入 23.15 亿元，净利润 1929 万元，归属上市公司股东净利润 1643 万元，每股收益 0.04 元，同比降低 94.29%。

2008 年公司钛材占钛产品的比重为 80%以上，而今年这一比重降低为 50.6%，公司钛销量中钛锭等低端产品占比大幅提升，但是 09 年钛锭价格较 08 年降低 30%，降低了公司的盈利空间。

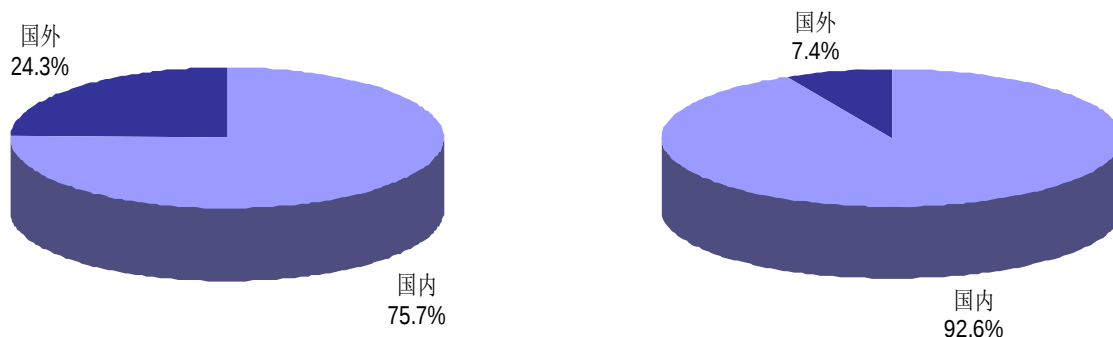
图 1、钛精矿及海绵钛价格走势



数据来源：中华商务网，华泰联合证券研究所

09 年来自国外航空制造业的高利润钛材需求大幅降低，在此情况下，公司加大了其他钛材市场的开拓力度，在一定程度上，这些产品较低的盈利能力也侵蚀了公司整体利润水平。

图 2、公司产品销售分部情况



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

钛材需求全面向好有待观察

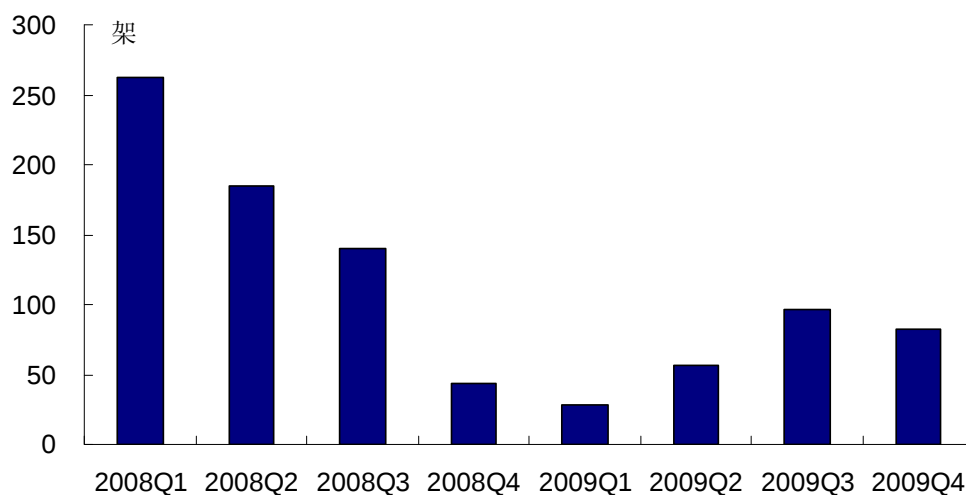
10 年公司钛带生产线、万吨自由锻压机等非公开发行募投项目将逐步完成，公司综合竞争力进一步得到提高。同时也为公司实现“形成 2.5 万吨铸锭产能、1.6 万吨钛及钛材产能和国际市场占有率提高到 10%”的“十一五”发展战略奠定了基础。

09 年公司在巩固和拓展石化、电站、制碱制盐等传统市场的基础上，积极开发了高附加值、高技术含量的新兴高端市场。而在航空钛材领域，除继续与空客、波音、古德里奇等公司合作外，同庞巴迪公司、斯耐克马公司的合作也取得了新的进展，而且成功开发了巴西、阿根廷等医疗市场的新客户群体，并实现了批量订货。

航空钛材需求从波音飞机新增订单量来看，09 年 1 季度处于最低谷，而到 09 年三季度则开始逐步恢复，航空制造业的恢复程度将成为影响公司 10 年业绩的主要因素之一。而在军用钛材方面，由于种种原因，09 年军方推迟提货或取消部分订单，如果问题能够得到有效解决，10 年公司军用钛材则有望出现较大幅度增长。其他民用钛材也受到因宏观经济不确定性的影响。

图 3、波音公司新增订单

架



数据来源：波音公司，华泰联合证券研究所

风险提示

- 1、宏观经济对钛材需求及价格有较大影响；
- 2、行业对手不断增多，公司面临的行业竞争将更加激烈。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3278	3098	3362	3764	营业收入	2315	2440	2980	3576
现金	1157	488	626	536	营业成本	2122	2130	2539	2989
应收账款	526	491	619	747	营业税金及附加	13	10	13	16
其他应收款	14	16	20	24	营业费用	29	29	36	43
预付账款	169	399	423	475	管理费用	138	135	171	204
存货	1152	1491	1397	1644	财务费用	-5	24	36	45
其他流动资产	259	213	277	337	资产减值损失	9	8	8	8
非流动资产	2051	2353	2598	2749	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	46	44	44	44	投资净收益	6	7	7	7
固定资产	701	1432	1866	2107	营业利润	16	111	184	277
无形资产	68	67	65	64	营业外收入	7	5	6	6
其他非流动资产	1236	810	622	533	营业外支出	0	1	0	0
资产总计	5329	5452	5960	6512	利润总额	22	116	190	282
流动负债	1015	1054	1411	1744	所得税	3	17	27	39
短期借款	270	343	549	731	净利润	19	99	163	243
应付账款	117	115	141	164	少数股东损益	3	9	16	25
其他流动负债	627	596	721	848	归属母公司净利润	16	91	147	218
非流动负债	469	454	459	457	EBITDA	70	231	376	521
长期借款	400	400	400	400	EPS (元)	0.04	0.21	0.34	0.51
其他非流动负债	69	54	59	57					
负债合计	1484	1508	1870	2201	主要财务比率				
少数股东权益	114	123	139	164		2009	2010E	2011E	2012E
股本	430	430	430	430	成长能力				
资本公积	2371	2371	2371	2371	营业收入	1.9%	5.4%	22.1%	20.0%
留存收益	930	1020	1151	1346	营业利润	-95.7%	607.3%	66.1%	50.1%
归属母公司股东权益	3731	3821	3952	4147	归属于母公司净利润	-94.5%	451.5%	62.2%	48.2%
负债和股东权益	5329	5452	5960	6512	获利能力				
					毛利率 (%)	8.4%	12.7%	14.8%	16.4%
现金流量表					净利率 (%)	0.7%	3.7%	4.9%	6.1%
					ROE (%)	0.4%	2.4%	3.7%	5.3%
	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC (%)	0.3%	2.8%	4.3%	5.7%
经营活动现金流	108	-325	376	138	偿债能力				
净利润	19	99	163	243	资产负债率 (%)	27.9%	27.7%	31.4%	33.8%
折旧摊销	60	96	156	199	净负债比率 (%)	45.15%	49.24%	50.75%	51.40%
财务费用	-5	24	36	45	流动比率	3.23	2.94	2.38	2.16
投资损失	-6	-7	-7	-7	速动比率	2.09	1.53	1.39	1.22
营运资金变动	0	-523	16	-350	营运能力				
其他经营现金流	40	-15	14	8	总资产周转率	0.45	0.45	0.52	0.57
投资活动现金流	-359	-391	-393	-343	应收账款周转率	5	5	5	5
资本支出	370	400	400	350	应付账款周转率	19.17	18.34	19.85	19.61
长期投资	-3	-1	0	-0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	8	7	7	7	每股收益 (最新摊薄)	0.04	0.21	0.34	0.51
筹资活动现金流	136	48	154	115	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.25	-0.76	0.87	0.32
短期借款	-50	73	206	183	每股净资产 (最新摊薄)	8.67	8.88	9.18	9.64
长期借款	300	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	494.54	89.68	55.28	37.30
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	2.18	2.13	2.06	1.96
其他筹资现金流	-114	-24	-52	-67	EV/EBITDA	109	33	20	15
现金净增加额	-120	-669	138	-89					

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhqz.com